

苏平 86-755-82943252
suping@cmschina.com.cn
林周勇 86-755-82943201
linzy@cmschina.com.cn

2009年7月2日

华侨城 A (000069.SZ)/22.62 元

通胀预期下低周转高储备模式价值凸显

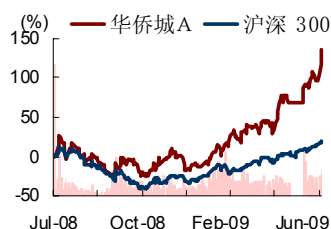
投资评级: 强烈推荐-A
评级调整: 维持
目标估值: 28-30 元

基础数据

总股本(万股) 262109
流通股本(万股) 132265
总市值(亿元) 593
流通市值(亿元) 299
52 周股价 7.3-22.6 元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	39	184	125
相对表现	25	106	105



相关报告

- 1、《华侨城——整体上市方案双赢，即将进入新的发展平台》090609
- 2、《华侨城——价值严重低估，房地产风险反应过度》080605
- 3、《华侨城——业绩符合预期，即将进入新的发展平台》070309;
- 4、《华侨城——把握长期价值，逢低积极买入》071213;
- 5、《华侨城——土地增值税因素不影响长期价值》070118;
- 6、《华侨城——进入新旅游地产主导的跨越式发展阶段》050408

华侨城股价近日大幅上涨，已经达到我们前期 21.8-23.2 元的目标价。公司低周转、高储备的模式比普通开发类公司更能受益于通胀，在房地产板块整体估值提升的背景下，基于相对于地产股 1.5-1.6 倍的历史估值溢价，我们将 6 个月目标价上调到 28-30 元，维持强烈推荐评级。

近期华侨城股价大幅上涨，已经达到我们先前给出的 21.8-23.2 元的目标价，对此我们的观点如下：

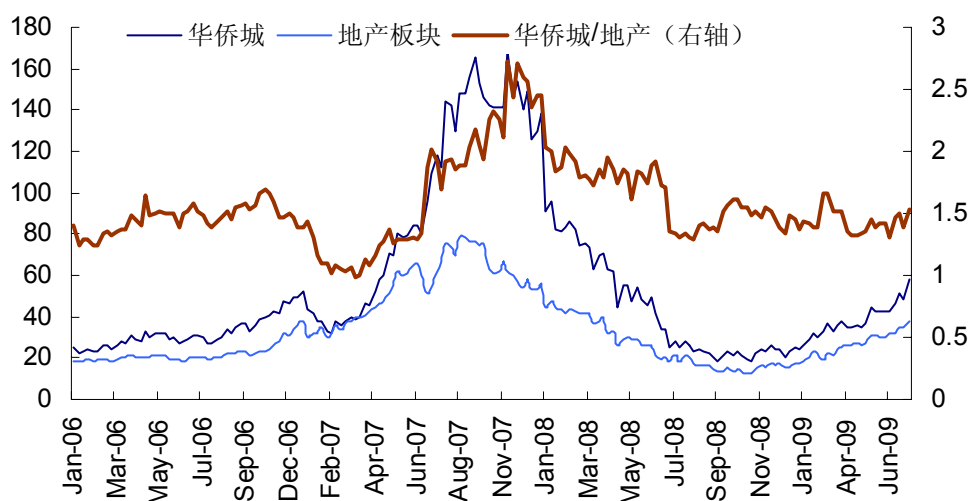
- **通胀预期推动房地产市场复苏并带动房地产类股票整体大幅上涨。**在不断增强的通胀预期下，房地产市场出现快速反弹，6 月份深圳新房价格指数环比上涨 16.4%；6 月份房地产板块累积涨幅达到 27%，带动大盘创出本轮反弹新高。
- **相比于高周转的开发类公司，低周转、高储备的华侨城受益通胀更加显著。**通胀预期在推高房价的同时，更快的推高了地价。对于低储备、高周转的开发类公司，尽管短期内受益于房价的快速上涨，但由于地价上涨提高了成本，未来受益通胀的程度实际有限，如果房地产市场出现 07 下半年到 08 年的走势，高价的土地储备甚至可能成为包袱。但是对于低周转、高储备的华侨城，由于已经低价锁定了大量的土地，不仅在通胀上升、房价上涨的过程中受益，在房价下跌的情况下，利润率也有保障，具有更强的抗风险能力。
- **华侨城现有土地储备面积约 553 万平米，直接受益于房价及地价上涨。**根据我们早前得测算，不包括最新的天津及武汉项目，整体上市后，华侨城的权益建筑面积约 553 万平米，其中住宅面积 459 万平米、商业面积 134 万平米。以平均市场地价 7000 元估算，这些土地储备已经升值近 100 亿元。
- **基于独特的旅游地产模式，未来公司仍将不断获得低价土地。**我们在先前的报告中曾多次指出，华侨城独创的以旅游品牌优势为核心的旅游地产模式具有其他房地产公司无可比拟的显著优势。在加速发展及布局二线城市的战略指导下，公司近期已经获得了天津东丽湖和武汉东湖两个大项目，未来在二线城市的项目储备将进一步增加。
- **华侨城历史估值比房地产板块平均溢价 60%，房地产股价上涨提升公司估值水平。**从 06 年初以来，华侨城 PE 估值相当于房地产行业平均水平的 1.6 倍，目前房地产板块 09 年平均动态估值已经达到 39 倍 PE，招保万金 4 大龙头股的动态估值也已经达到 32 倍。华侨城的估值水平也将水涨船高、进一步提升。
- **维持强烈推荐评级，6 个月目标价提高到 28-30 元。**维持 09、10 年 EPS0.56、0.65 元的业绩预测，参照房地产行业平均估值溢价 60%，上调 6 个月合理目标价至 28-30 元，维持强烈推荐-A 的评级。

附

表 1: 地产行业动态估值

	09PE	10PE
万科 A	29	24
招商地产	35	28
保利地产	31	25
金地集团	33	29
招保万金平均	33	27
地产板块平均	39	29

资料来源: wind

图 1: 06 年至今“华侨城/地产板块 PE”平均约 1.6 倍


资料来源: 天相

表 2: 华侨城权益住宅储备面积 459 万平米

住宅项目	整体上市权益	建筑面积(万 m ²)	权益建筑面积(万 m ²)
华侨城城区	100%	100	100
纯水岸	100%	25	25
东部	95%	15	14
东方花园	100%	0	0
曦城	50%	25.31	13
北京华侨城	56%	45	25
上海浦江镇	46%	60	28
上海松江	100%	68	68
成都天府华侨城	98%	50	49
天津华侨城	100%	31.86	32
云南华侨城	70%	150	105
合计		576	459

资料来源: 招商证券

表 3：华侨城权益商业地产储备面积 134 万平米

商业地产	整体上市权益	商业面积(万 m ²)	权益商业面积(万 m ²)
华侨城城区	100%	50	50
东部	95%	6	6
曦城	50%	5	3
北京侨城	56%	6	3
上海新浦江城	46%	50	23
成都天府华侨城	98%	50	49
合计		167	134

资料来源：招商证券

参考报告：

1、《华侨城——整体上市方案双赢，即将进入新的发展平台》 090609

报告指出：整体上市对于集团和流通股东都有利，公司旅游地产的核心竞争优势将更加突出。维持强烈推荐评级和 21.8-23.2 元的目标价。

2、《华侨城——整体上市值得期待，发展战略更加积极》 090402；

提示投资者关注集团整体上市蕴含的投资机会，同时通过对公司年报的深入解读，指出公司发展战略明显更加积极，加快二线地区的战略布局将进一步提升公司的中长期发展空间。

3、《华侨城——价值严重低估，房地产风险反应过度》 080605；

提供了公司各项目的详尽数据；测算公司整体上市后合理市值 725 亿元、合理股价 22.2 元；提供了房地产销售的最新数据，指出市场对公司房地产业务预期过于悲观。

4、《华侨城——业绩符合预期，即将进入新的发展平台》 070309；

分析 07 年的经营成果，并对未来各项业务的发展做出预判，继续维持强烈推荐-A。

5、《华侨城——把握长期价值，逢低积极买入》 071213；

指出华侨城历史上的每次大跌几乎都和房地产政策调控有关，但从更长时间看，都是绝好的买点。

6、《华侨城——股价下跌提供买入良机》 060605；

公司发行认股权证申请能未过会，股价大幅下跌。我们在报告中指出权证通过与否不影响流通股东利益、市场对房地产调控反应过度悲观、决定公司长期价值的是核心竞争力、集团整体上市将为股价的进一步上升打开空间等观点。

7、《华侨城——旅游地产业务发展良好，理性看待土地增值税影响》 050820；

05 年 8 月，市场盛传深圳即将出台土地增值税政策，华侨城股价在 2 天内下跌超过 15%。我们在报告中指出即使深圳于年底前后按照累进税率征收土地增值税，也不足以动摇华侨城的投资价值。

8、《华侨城——进入新旅游地产主导的跨越式发展阶段》 050408；

指出公司已经转向以旅游品牌优势为基础的、以获取资源为核心的新旅游地产阶段。首次提出旅游地产的三种模式——欢乐谷模式、三洲田模式、欢乐海岸模式并进行深入的

分析比较，指出旅游地产模式的演进将推动公司长期持续发展。

9、《华侨城——土地储备充足，发展前景广阔》 040211:

指出大量的低成本土地储备是构成公司价值的重要因素，将投资评级提高到强烈推荐。

10、《华侨城可转债投资价值分析》 031227:

首次推荐

分析师简介

苏平，武汉城市建设学院景园建筑专业学士、北京大学人文地理专业硕士。目前为招商证券社会服务业分析师，7 年证券从业经验。荣获英国《金融时报》与 starMine“2007 年度最佳分析师”亚洲区社会服务业第二名，07、08 年获《新财富》最佳分析师社会服务业第二名，05、06 年获《新财富》最佳分析师社会服务业第三名。率先发掘并持续推荐了华侨城等一批优质公司。

林周勇，硕士，07 年 3 月加入招商证券。07、08 年获《新财富》最佳分析师社会服务业第二名（小组）。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。